

HOLD (Unchanged)

TP: Bt 6.50

(From: Bt 5.10)

Change in Numbers

Upside : 9.2%

12 JULY 2021

Ladprao General Hospital (LPH TB)

ตามกระแสโควิด



SIRIPORN ARUNOTHAI

662 – 779 9113

siriporn.aru@thanachartsec.co.th

ปัจจุบัน LPH กำลังเพิ่มบริการที่เกี่ยวข้องกับโควิด และเราปรับเพิ่มประมาณการกำไรของเราขึ้น 10-33% ในปี 2021-23F อย่างไรก็ตาม เนื่องจากราคาหุ้นปรับขึ้นแล้ว 30% ytd มาซื้อขายที่ PE 23.0 เท่า บนประมาณการปี 2022F และมีแนวโน้มการเติบโตของกำไรที่อ่อนแอในปี 2022-23F เราจึงเชื่อว่าหุ้นนั้นเต็มมูลค่าแล้ว คงคำแนะนำ “ถือ”

ปรับเพิ่มประมาณการกำไร

เราปรับเพิ่มกำไรของ LPH ขึ้น 33%, 10% และ 11% ในปี 2021-23F จากบริการที่เกี่ยวข้องกับโควิดที่มากขึ้น และการเลื่อนลงทุนในโครงการโรงพยาบาลใหม่ (ซึ่งปกติแล้วจะมีผลขาดทุนในช่วงปีแรกของการดำเนินงาน) ออกไป เมื่อรวมกับการปรับมาใช้ปีฐาน 2022F ราคาเป้าหมายของเราจึงถูกปรับขึ้นเป็น 6.5 บาท/หุ้น (จาก 5.1 บาท) เราคงคำแนะนำ “ถือ” LPH เนื่องจากเรามองว่าเต็มมูลค่าแล้ว ซื้อขายที่ 23.0 เท่า PE ปี 2022F ซึ่งกำไรมีแนวโน้มอ่อนแอที่ -13% ในปี 2022F และ +5% ในปี 2023F

หันมาให้บริการเกี่ยวกับโควิด-19 มากขึ้น

LPH ให้บริการ hospital จำนวน 300 เตียง (เพิ่มขึ้นจาก 100 เตียงในช่วงต้นเดือนมิถุนายน 2021) ปัจจุบันผู้บริหารกำลังพิจารณาที่จะขยายขีดความสามารถในการรองรับของ hospital เป็น 500 เตียง แต่ยังไม่ได้ข้อสรุปในขณะนี้ อย่างไรก็ตาม เราได้รวมขีดความสามารถในการรองรับใหม่ในการประมาณการแล้ว นอกเหนือไปจากเตียงผู้ป่วยโควิด 50 เตียงที่มีอยู่ (ไม่เปลี่ยนแปลงจากเดิม) ในโรงพยาบาลที่มีเตียงให้บริการ 190 เตียงของ LPH อัตราการใช้เตียงโควิดในปัจจุบันอยู่ที่ 90% บริการตรวจโควิดของ LPH ในช่วงไม่กี่วันที่ผ่านมาได้เพิ่มขึ้นเป็น 300 คนต่อวัน จากที่ต่ำกว่า 200 คนต่อวัน ในเดือนมิถุนายน 2021 เราคาดว่าบริการโควิดทั้งหมดของ LPH จะสร้างรายได้ให้ 344 ลบ., 112 ลบ. และ 55 ลบ. ในปี 2021-23F

ผลกระทบเชิงลบต่อธุรกิจผู้ป่วยเงินสด

ด้วย 52% ของรายได้ในปี 2020 ของ LPH มาจากผู้ป่วยเงินสด ผู้ป่วยในเงินสดของ LPH (ไม่รวมผู้ป่วยโควิด-19) ในเดือนเมษายน-พฤษภาคม 2021 ลดลงจาก 1Q21 และทรงตัว y-y แม้ว่าช่วงเดียวกันของปีที่แล้วจะมีฐานที่ต่ำจากการล็อกดาวน์ของประเทศ ในขณะเดียวกัน ผู้ป่วยนอกเงินสดได้รับผลกระทบน้อยกว่าผู้ป่วยใน และยังคงเติบโต y-y ในเดือนเมษายนและพฤษภาคม ดังนั้น เราจึงคาดว่ารายได้ผู้ป่วยเงินสดที่ไม่ใช่โควิดของ LPH จะทรงตัวในปี 2021F ก่อนที่จะเติบโต 8% ในปี 2022-23F

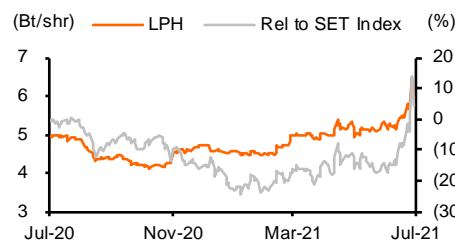
เลื่อนการลงทุนออกไป

LPH ได้เลื่อนโครงการลงทุนใหม่ออกไป อาคารศูนย์ตาและศูนย์เฉพาะทาง II ขนาด 30 เตียง ที่โรงพยาบาลหลัก จะเลื่อนเปิดให้บริการออกไปหนึ่งปีไปยังช่วงกลางปี 2024 ซึ่งจะช่วยชะลอการบันทึกผลขาดทุนจากช่วงแรกของการดำเนินงานจากกลางปี 2023 ไปยังกลางปี 2024 อีกทั้ง LPH ยังเลื่อนการสร้างที่จอดรถแห่งใหม่ 200 คัน ออกไปอีกหนึ่งปีไปแล้วเสร็จใน 3Q22 อีกด้วย อย่างไรก็ตาม บริษัทฯ ยังคงแผนการเข้าซื้อหุ้น 30% ในโรงพยาบาลใหม่ขนาด 100 เตียงในจ.อยุธยา เช่นเดิม นอกจากนี้ ปัจจุบัน LPH กำลังเจรจาเพื่อซื้อโรงพยาบาลแห่งหนึ่งในเขตชานเมืองของกรุงเทพฯ แต่ยังคงอยู่ในช่วงเริ่มต้นของการเจรจา

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2020A	2021F	2022F	2023F
Sales	1,801	2,238	2,143	2,231
Net profit	143	214	186	195
Consensus NP	—	161	170	176
Diff frm cons (%)	—	32.8	9.4	10.6
Norm profit	143	214	186	195
Prev. Norm profit	—	161	170	176
Chg frm prev (%)	—	33.0	9.5	10.5
Norm EPS (Bt)	0.2	0.3	0.3	0.3
Norm EPS grw (%)	29.4	49.6	(13.0)	4.6
Norm PE (x)	30.0	20.0	23.0	22.0
EV/EBITDA (x)	14.0	11.2	12.0	12.2
P/BV (x)	3.0	2.9	2.8	2.7
Div yield (%)	2.5	4.0	3.5	3.6
ROE (%)	10.2	14.5	12.3	12.6
Net D/E (%)	4.6	5.3	11.3	26.4

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

Price as of 12-Jul-21 (Bt)	5.95
Market Cap (US\$ m)	136.6
Listed Shares (m shares)	750.0
Free Float (%)	49.6
Avg Daily Turnover (US\$ m)	0.3
12M Price H/L (Bt)	6.45/4.08
Sector	Health Care
Major Shareholder	LP Holding Co.Ltd. 33.65%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ



Ex 1: Changes In Our Key Assumptions And Earnings Revisions

	2021F	2022F	2023F
Hospital + COVID-19 tests (Bt m)			
- New	344	112	55
- Old	30	0	0
- Change (%)	1,046	n.a.	n.a.
Normalized profit (Bt m)			
- New	214	186	195
- Old	161	170	176
- Change (%)	33	10	11

Source: Thanachart estimates

Ex 2: 12-month DCF-based TP Calculation Using A Base Year Of 2022F

(Bt m)	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	Terminal Value
EBITDA excl. depre from right of use	356	369	358	394	433	470	505	541	578	617	666	—
Free cash flow	70	(69)	171	314	337	363	387	417	447	479	291	5,816
PV of free cash flow	70	(61)	143	243	244	247	247	249	251	241	137	2,731
Risk-free rate (%)	2.5											
Market risk premium (%)	8.0											
Beta	0.6											
WACC (%)	6.1											
Terminal growth (%)	2.0											
Enterprise value	4,742											
Net debt (end-2021F)	79											
Minority interest	10											
Equity value	4,653											
# of shares (m)*	720											
Equity value / share (Bt)	6.5											

Sources: Company data, Thanachart estimates

Note: * Share count assumes repurchased shares

Valuation Comparison

Ex 3: Valuation Comparison With Regional Peers

Name	BBG code	Country	Market Cap (US\$ m)	EPS growth		— PE —		— P/BV —		EV/EBITDA		— Div yield —	
				21F (%)	22F (%)	21F (x)	22F (x)	21F (x)	22F (x)	21F (x)	22F (x)	21F (%)	22F (%)
Ramsay Healthcare	RHC AU	Australia	10,762	20.2	29.7	30.5	23.5	3.5	3.3	11.0	9.9	1.8	2.3
Guangzhou Pharmaceutical	874 HK	Hong Kong	7,672	18.3	8.1	10.7	9.9	1.3	1.2	8.4	8.5	2.0	2.0
Lijun Int'l Pharmaceutical	2005 HK	Hong Kong	2,910	36.8	19.6	18.8	15.7	3.5	3.0	13.3	11.4	2.0	2.4
Apollo Hospitals Enterprise	APHS IN	India	7,244	na	731.5	629.2	75.7	12.8	10.3	48.3	27.6	0.1	0.2
Fortis Healthcare India	FORH IN	India	2,389	na	na	na	56.2	2.7	2.7	46.8	22.3	0.0	0.0
KPJ Healthcare	KPJ MK	Malaysia	1,033	(10.3)	53.8	38.8	25.3	1.9	1.8	13.2	11.3	1.4	2.0
IHH Healthcare Bhd	IHH MK	Malaysia	11,814	90.5	27.5	47.0	36.9	2.1	2.0	17.4	15.5	0.8	1.0
Ryman	RYM NZ	New Zealand	4,631	(7.6)	30.1	28.6	22.0	2.6	2.2	32.5	25.1	1.7	2.2
Raffles Medical Group	RFMD SP	Singapore	1,686	43.5	15.2	37.0	32.1	2.5	2.4	19.3	17.6	2.0	1.9
Bangkok Chain Hospital *	BCH TB	Thailand	1,794	83.0	(29.9)	26.1	37.1	7.1	6.7	16.9	20.8	2.1	1.5
Bangkok Dusit Medical *	BDMS TB	Thailand	11,286	15.6	29.6	52.8	40.7	4.2	4.0	28.5	23.3	1.0	1.4
Bumrungrad Hospital *	BH TB	Thailand	3,040	0.5	57.9	82.4	52.2	5.6	5.5	36.9	27.0	1.2	1.9
Chularat Hospital *	CHG TB	Thailand	1,333	33.1	5.6	37.3	35.3	9.7	8.9	28.3	26.9	1.9	2.0
Ladprao General Hospital *	LPH TB	Thailand	137	49.6	(13.0)	20.0	23.0	2.9	2.8	11.2	12.0	4.0	3.5
Praram 9 Hospital *	PR9 TB	Thailand	258	19.1	22.1	35.0	28.6	2.0	1.9	14.0	11.6	1.3	1.6
Rajthanee Hospital *	RJH TB	Thailand	282	27.2	(1.3)	19.5	19.8	5.7	5.4	12.9	13.0	4.1	4.0
Ratchaphruek Hospital *	RPH TB	Thailand	90	16.0	19.6	27.1	22.6	2.1	2.1	13.9	12.2	3.0	3.5
Thonburi Healthcare Group*	THG TB	Thailand	760	na	123.4	160.7	71.9	3.2	3.1	25.9	21.9	0.4	1.0
Average				29.0	66.4	76.6	34.9	4.2	3.8	22.1	17.7	1.7	1.9

Source: Bloomberg

Note: * Thanachart estimates, using Thanachart normalized EPS

Based on 12 Jul 2021 closing prices

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

ธุรกิจแบ่งออกเป็น 3 กลุ่ม 1) กลุ่มธุรกิจบริการด้านการแพทย์ ดำเนินการผ่าน โรงพยาบาลลาดพร้าว โรงพยาบาลเอกชนที่ให้บริการ 24 ชั่วโมง 2) ธุรกิจให้บริการตรวจวิเคราะห์ ทดสอบ และวิจัย ดำเนินการโดยบริษัทย่อยคือ ศูนย์ห้องปฏิบัติการและวิจัยทางการแพทย์และการเกษตรแห่งเอเชีย จำกัด (AMARC) 3) ธุรกิจสนับสนุนการให้บริการทางการแพทย์และการพัฒนาธุรกิจดำเนินการโดย บริษัทย่อยคือ บริษัท ศูนย์บริหารจัดการธุรกิจแห่งเอเชีย จำกัด (ABMC) ขอบเขตธุรกิจหลักรวมถึงให้บริการการสนับสนุนงานทางด้านเวชสถิติของโรงพยาบาลฯ โดยว่าจ้างผู้เชี่ยวชาญในการจัดทำค่าสถิติการรักษาของผู้ป่วยประกันสังคม ให้บริการสนับสนุนงานด้านกฎหมาย และให้การสนับสนุนงานด้านบริหารจัดการและการพัฒนาธุรกิจให้แก่บริษัทฯ และบริษัทย่อยของบริษัทฯ

Source: Thanachart

THANACHART'S SWOT ANALYSIS

S — Strength

- มีตำแหน่งทางการตลาดที่แข็งแกร่งในเขตลาดพร้าว
- LPH ให้บริการในกลุ่มผู้มีรายได้ปานกลาง-ผู้มีรายได้น้อยทั้งผู้ป่วยเงินสดและประกันสังคม

O — Opportunity

- การเพิ่มขึ้นของรายได้ทำให้ประชาชนสามารถจ่ายเพื่อได้รับบริการด้านการดูแลสุขภาพที่มีคุณภาพที่ดีขึ้นในโรงพยาบาลเอกชน
- ประชากรสูงอายุต้องการการรักษาพยาบาลที่มีความซับซ้อนมากขึ้น
- ความต้องการ outsourcing โรงพยาบาลรัฐมากขึ้น

CONSENSUS COMPARISON

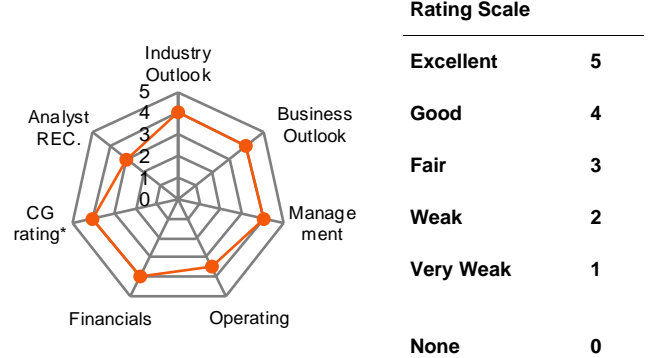
	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	6.00	6.50	8%
Net profit 21F (Bt m)	161	214	33%
Net profit 22F (Bt m)	170	186	9%
Consensus REC	BUY: 1	HOLD: 1	SELL: 0

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประเมินการกำไร และราคาเป้าหมายของเราสูงกว่าตลาด เนื่องจากเรามองบวกมากขึ้นต่อรายได้ของ LPH ที่เกี่ยวกับบริการโควิด

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

COMPANY RATING



Source: Thanachart; * CG Rating

W — Weakness

- LPH เป็นโรงพยาบาลเดี่ยว

T — Threat

- การเพิ่มขึ้นของอุปทานในตลาด
- เศรษฐกิจชะลอตัว
- ความเสี่ยงด้านหลักเกณฑ์กฎระเบียบ
- ผลกระทบจากโควิด-19

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- หากแผนการขยายตัวใหม่ของ LPH ในช่วง 5 ปีข้างหน้า ทำกำไรได้เร็ว/ช้ากว่าที่เราคาด จะเป็นความเสี่ยงต่อประมาณการของเรา
- ถ้าการดำเนินงานในปัจจุบันของ LPH แข็งแกร่ง/อ่อนแอกว่าที่เราคาด เนื่องจากมีจำนวนผู้ป่วยหรือมีความสามารถในการเพิ่มการรักษาพยาบาลที่สูง/น้อยกว่าคาด จะเป็นความเสี่ยงต่อประมาณการของเรา
- หากจำนวนคนจดทะเบียน และ adjusted Relative Weight (RW) ภายใต้ SSS สูงหรือน้อยกว่าคาด อาจจะทำให้มี upside/downside ต่อประมาณการกำไรของเรา

Source: Thanachart

INCOME STATEMENT

COVID-related and check-up services plus SSS drive 2021F revenue growth

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Sales	1,581	1,801	2,238	2,143	2,231
Cost of sales	1,224	1,360	1,697	1,618	1,674
Gross profit	357	441	540	525	557
% gross margin	22.6%	24.5%	24.1%	24.5%	25.0%
Selling & administration expenses	240	283	294	305	324
Operating profit	117	159	246	220	233
% operating margin	7.4%	8.8%	11.0%	10.3%	10.4%
Depreciation & amortization	104	152	144	153	153
EBITDA	220	311	391	373	386
% EBITDA margin	13.9%	17.3%	17.5%	17.4%	17.3%
Non-operating income	12	13	25	25	24
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(9)	(13)	(14)	(8)	(11)
Pre-tax profit	120	159	258	236	247
Income tax	13	18	36	42	44
After-tax profit	108	141	222	193	202
% net margin	6.8%	7.9%	9.9%	9.0%	9.1%
Shares in affiliates' Earnings	3	0	0	0	0
Minority interests	(0)	1	(8)	(7)	(8)
Extraordinary items	0	0	0	0	0
NET PROFIT	110	143	214	186	195
Normalized profit	110	143	214	186	195
EPS (Bt)	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3
Normalized EPS (Bt)	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3

BALANCE SHEET

No new big projects scheduled to be opened during 2021-23

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
ASSETS:					
Current assets:	362	519	499	480	498
Cash & cash equivalent	68	160	50	50	50
Account receivables	158	195	245	235	245
Inventories	25	30	37	35	37
Others	112	134	167	160	166
Investments & loans	0	0	0	0	0
Net fixed assets	1,401	1,451	1,396	1,533	1,820
Other assets	159	257	277	253	244
Total assets	1,922	2,227	2,173	2,266	2,562
LIABILITIES:					
Current liabilities:	299	380	398	415	512
Account payables	180	231	293	279	289
Bank overdraft & ST loans	15	18	13	22	47
Current LT debt	81	52	35	61	127
Others current liabilities	23	80	57	52	49
Total LT debt	166	156	82	142	297
Others LT liabilities	84	245	181	164	156
Total liabilities	548	781	660	720	965
Minority interest	3	2	10	17	25
Preferred shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	375	375	360	360	360
Share premium	923	923	923	923	923
Warrants	0	0	0	0	0
Surplus	6	6	6	6	6
Retained earnings	67	140	215	241	283
Shareholders' equity	1,371	1,444	1,503	1,529	1,571
Liabilities & equity	1,922	2,227	2,173	2,266	2,562

Sources: Company data, Thanachart estimates

CASH FLOW STATEMENT*Sustainable cash inflow stream*

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Earnings before tax	120	159	258	236	247
Tax paid	(12)	(15)	(37)	(42)	(45)
Depreciation & amortization	104	152	144	153	153
Chg In working capital	(54)	9	5	(2)	(1)
Chg In other CA & CL / minorities	41	32	(55)	(0)	(17)
Cash flow from operations	199	337	315	345	337
Capex	(206)	(182)	(70)	(270)	(420)
Right of use	0	(125)	0	0	0
ST loans & investments	0	0	0	0	0
LT loans & investments	0	0	0	0	0
Adj for asset revaluation	0	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	12	167	(104)	(10)	(11)
Cash flow from investments	(194)	(140)	(174)	(280)	(431)
Debt financing	88	(36)	(96)	95	247
Capital increase	0	0	(15)	0	0
Dividends paid	(126)	(72)	(140)	(160)	(152)
Warrants & other surplus	(7)	2	0	0	0
Cash flow from financing	(46)	(106)	(251)	(65)	94
Free cash flow	(7)	155	245	75	(83)

VALUATION*Trading at fair value, in our view*

FY ending Dec	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Normalized PE (x)	38.8	30.0	20.0	23.0	22.0
Normalized PE - at target price (x)	42.4	32.8	21.9	25.2	24.1
PE (x)	38.8	30.0	20.0	23.0	22.0
PE - at target price (x)	42.4	32.8	21.9	25.2	24.1
EV/EBITDA (x)	20.3	14.0	11.2	12.0	12.2
EV/EBITDA - at target price (x)	22.1	15.3	12.2	13.0	13.2
P/BV (x)	3.1	3.0	2.9	2.8	2.7
P/BV - at target price (x)	3.4	3.2	3.1	3.1	3.0
P/CFO (x)	21.6	12.7	13.6	12.4	12.7
Price/sales (x)	2.8	2.5	2.0	2.1	2.0
Dividend yield (%)	2.1	2.5	4.0	3.5	3.6
FCF Yield (%)	(0.2)	3.6	5.7	1.8	(1.9)
(Bt)					
Normalized EPS	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3
EPS	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3
DPS	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2
BV/share	1.9	2.0	2.1	2.1	2.2
CFO/share	0.3	0.5	0.4	0.5	0.5
FCF/share	(0.0)	0.2	0.3	0.1	(0.1)

Sources: Company data, Thanachart estimates

FINANCIAL RATIOS

*Related COVID-19
services to drive strong
2021F earnings growth*

FY ending Dec	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Growth Rate					
Sales (%)	3.7	13.9	24.2	(4.2)	4.1
Net profit (%)	(29.6)	29.3	49.6	(13.0)	4.6
EPS (%)	(29.6)	29.3	49.6	(13.0)	4.6
Normalized profit (%)	3.4	29.4	49.6	(13.0)	4.6
Normalized EPS (%)	3.4	29.4	49.6	(13.0)	4.6
Dividend payout ratio (%)	81.5	75.6	80.0	80.0	80.0
Operating performance					
Gross margin (%)	22.6	24.5	24.1	24.5	25.0
Operating margin (%)	7.4	8.8	11.0	10.3	10.4
EBITDA margin (%)	13.9	17.3	17.5	17.4	17.3
Net margin (%)	6.8	7.9	9.9	9.0	9.1
D/E (incl. minor) (x)	0.2	0.2	0.1	0.1	0.3
Net D/E (incl. minor) (x)	0.1	0.0	0.1	0.1	0.3
Interest coverage - EBIT (x)	13.5	12.1	18.0	26.3	22.0
Interest coverage - EBITDA (x)	25.4	23.7	28.5	44.7	36.4
ROA - using norm profit (%)	5.9	6.9	9.7	8.4	8.1
ROE - using norm profit (%)	8.0	10.2	14.5	12.3	12.6
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	7.8	10.1	15.1	12.8	13.0
- asset turnover (x)	0.8	0.9	1.0	1.0	0.9
- operating margin (%)	8.2	9.6	12.1	11.4	11.5
- leverage (x)	1.4	1.5	1.5	1.5	1.6
- interest burden (%)	93.3	92.4	95.0	96.6	95.9
- tax burden (%)	89.5	89.0	86.0	82.0	82.0
WACC (%)	6.1	6.1	6.1	6.1	6.1
ROIC (%)	7.2	9.0	14.0	11.4	11.2
NOPAT (Bt m)	105	141	212	180	191
invested capital (Bt m)	1,565	1,510	1,582	1,704	1,993

Sources: Company data, Thanachart estimates

General Disclaimers And Disclosures:

This report is prepared and issued by Thanachart Securities Public Company Limited (TNS) as a resource only for clients of TNS, Thanachart Capital Public Company Limited (TCAP) and its group companies. Copyright © Thanachart Securities Public Company Limited. All rights reserved. The report may not be reproduced in whole or in part or delivered to other persons without our written consent.

This report is prepared by analysts who are employed by the research department of TNS. While the information is from sources believed to be reliable, neither the information nor the forecasts shall be taken as a representation or warranty for which TNS or TCAP or its group companies or any of their employees incur any responsibility. This report is provided to you for informational purposes only and it is not, and is not to be construed as, an offer or an invitation to make an offer to sell or buy any securities. Neither TNS, TCAP nor its group companies accept any liability whatsoever for any direct or consequential loss arising from any use of this report or its contents.

The information and opinions contained herein have been compiled or arrived at from sources believed reliable. However, TNS, TCAP and its group companies make no representation or warranty, express or implied, as to their accuracy or completeness. Expressions of opinion herein are subject to change without notice. The use of any information, forecasts and opinions contained in this report shall be at the sole discretion and risk of the user.

TNS, TCAP and its group companies perform and seek to perform business with companies covered in this report. TNS, TCAP, its group companies, their employees and directors may have positions and financial interest in securities mentioned in this report. TNS, TCAP or its group companies may from time to time perform investment banking or other services for, or solicit investment banking or other business from, any entity mentioned in this report. Therefore, investors should be aware of conflict of interest that may affect the objectivity of this report.

Note: Thanachart Securities Public Company Limited act as a Market Maker and Derivative Warrants Issuer. At present, TNS has issued 82 Derivative Warrants which are ADVA16C2107A, ADVA16C2110A, AEON16C2108A, AOT16C2109A, BAM16C2107A, BAM16C2110A, BANP16C2107A, BANP16C2109A, BANP16C2110A, BCH16C2111A, BCH16C2109A, BDMS16C2107A, BDMS16C2109A, BGRI16C2110A, BH16C2109A, CBG16C2108A, CBG16C2109A, CBG16C2109B, CHG16C2111A, COM716C2107A, COM716C2110A, CPAL16C2109A, CPF16C2107A, CPF16C2108A, CPN16C2109A, DELT16C2108A, DELT16C2109A, EA16C2107A, EA16C2108A, EA16C2110A, EGCO16C2110A, EPG16C2109A, GPSC16C2109A, GPSC16C2110A, GULF16C2107A, GUNK16C2108A, GUNK16C2110A, HANA16C2107A, IRPC16C2108A, IRPC16C2110A, IVL16C2107A, IVL16C2109A, IVL16C2110A, JMT16C2110A, KBAN16C2111A, KBAN16C2107A, KBAN16C2108A, KBAN16C2109A, KCE16C2109A, KCE16C2110A, KTC16C2110A, KTC16C2110B, MINT16C2107A, MINT16C2109A, MTC16C2108A, MTC16C2109A, OR16C2107A, OR16C2108A, OR16C2109A, PRM16C2109A, PTG16C2107A, PTG16C2109A, PTT16C2109A, PTTG16C2108A, PTTG16C2110A, RBF16C2110A, RS16C2108A, RS16C2109A, S5016C2109C, S5016C2109A, S5016C2109B, S5016P2109A, S5016P2109B, SAWA16C2107A, SCGP16C2107A, SCGP16C2109A, STA16C2107A, STEC16C2110A, TASC16C2107A, TASC16C2109A, TQM16C2108A, TU16C2110A (underlying securities are ADVANC, AEONTS, AOT, BAM, BANPU, BCH, BDMS, BGRIM, BH, CBG, CHG, COM7, CPALL, CPF, CPN, DELTA, EA, EGCO, EPG, GPSC, GULF, GUNKUL, HANA, IRPC, IVL, JMT, KBANK, KCE, KTC, MINT, MTC, OR, PRM, PTG, PTT, PTTGC, RBF, RS, SET50, SAWAD, SCGP, STA, STEC, TASC, TQM, TU). Since TNS covers those underlying securities in research report, consequently TNS incurs conflicts of interest. Moreover, Investors are advised to carefully review the details and information in the prospectus before making investment decisions.

Note: Thanachart Securities has an indirect financial interest in Ratchthani Leasing Pcl (THANI). Thanachart Securities Pcl is a subsidiary of Thanachart Capital Pcl (TCAP) which holds more than 56% of the shareholding in Ratchthani Leasing Pcl (THANI).

Note: Thanachart Capital Public Company Limited (TCAP), TMBThanachart Bank Public Company Limited (TTB), are related companies to Thanachart Securities Public Company Limited (TNS). Thanachart Securities Pcl is a subsidiary of Thanachart Capital Pcl (TCAP) which holds 20.1% of the shareholding in TMBThanachart Bank Pcl.

Thanachart Capital Public Company Limited (TCAP), Ratchthani Leasing Public Company Limited (THANI), TMB Public Company Limited, MBK PUBLIC COMPANY LIMITED (MBK) and PATUM RICE MILL AND GRANARY PUBLIC COMPANY LIMITED (PRG) are related companies to Thanachart Securities Public Company Limited (TNS) . Since TNS covers those securities in research report, consequently TNS incurs conflicts of interest.

Disclosure of Interest of Thanachart Securities

Investment Banking Relationship

Within the preceding 12 months, Thanachart Securities has lead-managed public offerings and/or secondary offerings (excluding straight bonds) of the securities of the following companies: Saksiam Leasing Pcl. (SAK TB), SCG Packaging Pcl (SCGP TB)

Recommendation Structure:

Recommendations are based on absolute upside or downside, which is the difference between the target price and the current market price. If the upside is 10% or more, the recommendation is BUY. If the downside is 10% or more, the recommendation is SELL. For stocks where the upside or downside is less than 10%, the recommendation is HOLD. Unless otherwise specified, these recommendations are set with a 12-month horizon. Thus, it is possible that future price volatility may cause a temporary mismatch between upside/downside for a stock based on the market price and the formal recommendation.

For sectors, an "Overweight" sector weighting is used when we have BUYs on majority of the stocks under our coverage by market cap. "Underweight" is used when we have SELLs on majority of the stocks we cover by market cap. "Neutral" is used when there are relatively equal weightings of BUYs and SELLs.

Thanachart Securities Pcl.

Research Team

19 Floor, MBK Tower

444 Phayathai Road, Pathumwan Road, Bangkok 10330

Tel: 662 - 779-9119

Email: thanachart.res@thanachartsec.co.th

Pimpaka Nichgaroon, CFA

Head of Research

Tel: 662-779-9199

pimpaka.nic@thanachartsec.co.th

Pattarawan Wangmingmat

Senior Technical Analyst

Tel: 662-779-9105

pattarawan.wan@thanachartsec.co.th

Phannarai Tiyapittayarut

Property, Retail

Tel: 662-779-9109

phannarai.von@thanachartsec.co.th

Sarachada Sornsong

Bank, Finance, Insurance

Tel: 662-779-9106

sarachada.sor@thanachartsec.co.th

Sittichet Rungrassameephat

Analyst, Quantitative

Tel: 662-483-8303

sittichet.run@thanachartsec.co.th

Adisak Phupiphathirungul, CFA

Retail Market Strategy

Tel: 662-779-9120

adisak.phu@thanachartsec.co.th

Nuttapop Prasitsuksant

Telecom, Utilities

Tel: 662-483-8296

nuttapop.pra@thanachartsec.co.th

Rata Limsuthiwanpoom

Auto, Industrial Estate, Media, Prop. Fund

Tel: 662-483-8297

rata.lim@thanachartsec.co.th

Siriporn Arunothai

Small Cap, Healthcare, Hotel

Tel: 662-779-9113

siriporn.aru@thanachartsec.co.th

Thaloengsak Kucharoenpaisan

Analyst, Retail Market

Tel: 662-483-8304

thaloengsak.kuc@thanachartsec.co.th

Chak Reungsinpinya

Energy, Petrochemical, Paper

Tel: 662-779-9104

chak.reu@thanachartsec.co.th

Pattadol Bunnak

Electronics, Food & Beverage, Shipping

Tel: 662-483-8298

pattadol.bun@thanachartsec.co.th

Saksid Phadthananarak

Construction, Transportation

Tel: 662-779-9112

saksid.pha@thanachartsec.co.th

Witchanan Tambamroong

Technical Analyst

Tel: 662-779-9123

witchanan.tam@thanachartsec.co.th